

POGLAVLJE 2

ANALIZA ALTERNATIVA ZA FINANSIJSKO RESTRUKTURIRANJE PRIVREDNIH SUBJEKATA U REPUBLICI SRBIJI

Dejan Erić¹

Apstrakt

Osnovni cilj rada je analiza alternativa putem kojih je moguće sprovesti aktivnosti finansijskog restrukturiranja domaćih preduzeća. Dugi niz godina, a posebno od 2008. opšta ekonomska situacija u našoj zemlji postaje sve teža. Negativni uticaji globalne ekonomske krize su imali uticaj na smanjenu likvidnost i pogoršanje finansijske strukture mnogih preduzeća. U istraživanju se polazi od javno dostupnih podataka čijom analizom se dijagnosticira trenutna finansijska situacija u kojoj se nalaze domaća preduzeća. Neke od uočenih karakteristika u najvećem broju slučajeva su: porast nelikvidnosti, visok nivo dugova, rast učešća teško naplativih (problematičnih - NPL) kredita, visok nivo finansijske neizvesnosti, itd. Veliko učešće pozajmljenih sredstava u ukupnoj finansijskoj strukturi smanjuje mogućnost uzimanja novih kredita kako za finansiranje tekućeg poslovanja, tako i investicije. Bez značajnih domaćih investicija nema održivog rasta i razvoja u dugome roku. Samim tim, na nacionalnom nivou se ne može, bar ne u skorije vreme, očekivati brži privredni oporavak i preko potrebna promena strukturnih karakteristika srpske privrede. U takvim uslovima neophodno je tražiti nova rešenja i mnogo više nego do sada koristiti neke od alata iz arsenala finansijskog restrukturiranja, posebno u domenu restrukturiranja dugova.

Ključne reči: finansijsko restrukturiranje, korporativno restrukturiranje, restrukturiranje dugova, finansijska struktura, problematični krediti

¹ Prof. dr Dejan Erić, Institut ekonomskih nauka i Beogradska bankarska akademija, Zmaj Jovina 12, 11000 Beograd, e-mail: dejan.eric@ien.bg.ac.rs

UVOD

U okviru ovoga rada se analiziraju aktuelni problemi vezani za niz finansijskih teškoća sa kojima se suočavaju preduzeća u privredi Republike Srbije. Veliki deo domaćih preduzeća, posebno državnih (javnih) zahteva ozbiljne zahvate u domenu restrukturiranja (*Erić i Stošić, 2011; Stošić, Redžepagić i Erić, 2012; Erić i Stošić, 2013*). To je neophodno kako bi došlo do podizanja efikasnosti i efektivnosti njihovog poslovanja, što bi na makroekonomskom nivou imalo značajne pozitivne efekte na podizanju nacionalne konkurentnosti i popravljjanje mnogih makroekonomskih parametara. Na žalost, nisu jedino ova preduzeća suočena sa problemima. Finansijske teškoće pritiskaju i veliki broj malih i srednjih preduzeća, što sa svoje strane ima implikacije na limitiranje potencijala njihovog daljeg rasta. Visoka zaduženost, nelikvidnost, nizak kapacitet duga, nedostatak obrtnih sredstava i nemogućnost finansiranja investicija dovodi do slabog rasta ovog, inače veoma dinamičnog, sektora domaće privrede.

Postoji značajan broj radova u svetskim okvirima koji se bavi Istraživanjem različitih oblika i aspekata finansijskog restrukturiranja. Verovatno najveći broj radova i istraživanja iz ove oblasti je posvećen značaju restrukturiranje dugova u cilju izbegavanja opasnosti od stečaja ili likvidacije (bankrotstva) preduzeća (*Gilson, John & Lang, 1990; Jostarndt 2007; Lopez Lubian, 2014*). Gotovo da postoji saglasnost većine autora da je opstanak preduzeća izvesniji ukoliko se deluje preventivno, tj. kada se putem ovih aktivnosti sprečava zapadanje preduzeća u ozbiljnije finansijske teškoće. Značajna grupa radova je posvećena ulozi banaka kao najvećih poverilaca u procesima restrukturiranja dugova (*James, 1995*). Ne mogu se ne pomenuti ni radovi koji problemu finansijskog restrukturiranja pristupaju nešto šire od isključivog pogleda na restrukturiranje dugova, u smislu traženja novih izvora finansiranja, pre svega kroz procese dokapitalizacije (*Blatz, Kraus & Haghani, 2006*).

Problematicom finansijskog restrukturiranja su se vrlo detaljno bavili i stručnjaci Svetske banke. Međutim, njihovi pristup je u osnovi makroekonomski, tj. pretežno posmatraju problem visokog nivoa dugova velikih i državnih preduzeća kao deo „tereta“ za javne finansije mnogih zemalja (*Porerleano & Shaw, 2005*). Sličan ugao posmatranja imaju i predstavnici Međunarodnog monetarnog fonda, koji na pojedinim mestima ističu kako „restrukturiranje korporativnih dugova može predstavljati važnu komponentu ekonomskog programa prilagođavanja podržanog od strane MMF u cilju podizanja srednjoročne produktivnosti i rasta“ (*Laryea, 2010, str. 4*). Trenutni problemi sa kojima se suočava Vlada Republike

Srbije i predlog mera ka konsolidaciji javnih finansija i smanjivanju visokog nivoa budžetskog deficita je u velikoj meri na liniji pomenutih razmišljanja i takvih pristupa ovom problemu.

Da bismo istakli svu složenost problema i ukazali kako mu se može pristupiti iz različitih uglova pomenućemo i jedan nešto širi pristup po kome se pravi razlika između tri osnovna tipa restrukturiranja (Gilson, 2010, str. xv). Čak dva od tri podpadaju pod grupu aktivnosti finansijskog restrukturiranja: 1. restrukturiranje dugova i pasive; i 2. restrukturiranje akcijskog kapitala i aktive. U izvesnoj meri i treći tip - restrukturiranje zahteva (prava) zaposlenih ima svoje značajne finansijske implikacije.

Fokus analize u ovome radu je usmeren pre svega ka aspektu finansijskog restrukturiranja dugova. Predmet posmatranja su agregatni javno dostupni podaci za privredna društava u Republici Srbiji. U istraživanju nisu uzeti u obzir preduzetnici, pošto svega njih oko 10% ima obavezu da vodi evidenciju po sistemu dvojnog knjigovodstva i za mnoge ne postoje pouzdani i javno dostupni podaci. Pored toga, radi se o relativno malim poslovnim subjektima, koji jednostavno nisu pogodni za mnoge od alternativa finansijskog restrukturiranja. U nastavku ćemo dati kratku dijagnozu osnovnog problema, prikazati lepezu mogućih alternativa finansijskog restrukturiranja i izneti zaključne napomene o mogućim pravcima rešavanja ovog aktuelnog problema srpske privrede.

DEFINISANJE PROBLEMA

Osnovni problem koji se analizira je visok nivo dugova u finansijskoj strukturi domaćih preduzeća. Opterećena teškim bremenom obaveza mnoga od njih su suočena sa kašnjenjem u plaćanju, čime se otvara još jedan problem – nelikvidnost. Niska likvidnost sa svoje strane stvara potrebu za dodatnim kratkoročnim zaduživanjem, čime se stvara svojevrsni „začarani krug“ na liniji „dugovi – nelikvidnost – potreba za dodatnim zaduživanjem – dalji rast dugova“. Posmatrani problem ima i nešto širu dimenziju, posebno ukoliko se u analizu uključe i finansijske institucije, pre svih banke, kao najveći poverioci domaćih preduzeća. Pod pritiskom regulatornih organa (pre svega centralne banke – Narodne Banke Srbije - NBS) banke su prinuđene da poštuju vrlo stroge standarde upravljanja i kontrole kreditnog rizika čime se sužava prostor za odobravanje kredita nelikvidnim i prezaduženim privrednim subjektima. Na taj način, mnoga domaća preduzeća, već suočena sa problemima visoke zaduženosti i nelikvidnosti, ostaju bez mogućnosti da obezbede dodatna finansijska sredstva i izvore kapitala.

Problem koji analiziramo je složen, višedimenzionalan i ima više uglova posmatranja. Dijagnozu trenutnog stanja u ovoj oblasti ćemo fokusirati kroz identifikovanje nekoliko njegovih najvažnijih pojava oblika. To su:

I – Limitirani plasmani kredita privredi od strane banaka – Podatak koji može da deluje pomalo iznenađujuće jeste da poslovne banke u Republici Srbiji svega jednu trećinu svog depozitnog potencijala plasiraju u vidu kredita sektoru privrede. Od ukupno oko 27,5 milijardi dinara depozita u bankarskom sistemu (od čega 10,2 milijardi u devizama) svega 9,2 milijardi eura je plasirano u obliku kredita domaćim privrednim subjektima. Oko 6 milijardi je plasirano u vidu kredita sektoru stanovništva, dok 4,1 predstavljaju pozajmice državi. Ostatak depozita banke brže na „ostalim pozicijama“ (www.nbs.rs). Mnogo ili malo kredita teško je dati precizan odgovor bez dublje analize privredne strukture i potreba domaće privrede, što na žalost nije tema ovoga rada. U svakom slučaju moramo imati u vidu da je kredit retka, a samim tim i skupa „roba“ na domaćem finansijskom tržištu.

II – Visok nivo „problematičnih“ (teško naplativih – eng. non-performing loans – NPL) kredita – reč je o problemu koji ne privlači samo pažnju eksperata, već i najšire javnosti. Početkom 2015. godine u pojedinim dnevnim novinama je objavljen sledeći naslov „U Srbiji čak 3,7 mlrd EUR loših kredita - Banke više nisu spremne da rizikuju i kreditiraju slabije firme“ (Danas, 2015). Prema zvaničnim podacima Narodne Banke Srbije ukupni NPL za sve kredite je malo veći od 23% (www.nbs.rs), ali NPL sektora privrede je još viši i iznosi blizu 30%. U apsolutnom iznosu to bi značilo da je oko 3,7 milijardi EUR kredita odobrenih sektoru privrede praktično nenaplativo ili vrlo teško naplativo.

III – Visoka zaduženost domaće privrede – Postoji par javno dostupnih izvora podataka koji nedvosmisleno pokazuju da je prisutan trend rasta stepena zaduženosti privrednih društava u Republici Srbiji. Dva izvora se naročito ističu: a) podaci Agencije za privredne registre sadržani u publikacijama pod nazivom *Saopštenje o poslovanju privrede u Republici Srbiji u 2012. i 2013. godini* (gde je dato dosta korisnih agregatnih podataka na nivou cele privrede) i b) podaci NBS iz *Godišnjih izveštaja o stabilnosti finansijskog sistema za ...* odgovarajuće godine. Na osnovu podataka iz pomenutih publikacija može se uočiti da dolazi do agregatnog pogoršanja strukture kapitala u smislu smanjenja učešće sopstvenih sredstava u ukupnim izvorima finansiranja domaćih preduzeća. Sve navedeno ukazuje na otežane uslove finansiranja domaće privrede. Kretanje strukture kapitala i visine učešća sopstvenih sredstava i racija zaduženosti za period od 2011-2013. godine možemo videti iz sledeće tabele:

Tabela 1. Kretanja racija zaduženosti i učešća sopstvenih sredstava za privredu Srbije - period 2011-2013. godina -

	2011.	2012.	2013.
Racio pozajmljenih sredstava (D/A)	60,3	62,3	63,4
Odnos pozajmljenih i sopstvenih sredstava (D/E)	1,51	1,65	1,73
Učešće sopstvenih sredstava u ukupnim sredstvima	39,7	37,7	36,6

Izvor: Saopštenje, 2012, str. 19; Saopštenje, 2013, str. 20 i samostalne kalkulacija autora

Podaci prezentovani u prethodnoj tabeli ukazuju na pogoršanje strukture kapitala. Prisutna je tendencija smanjenja učešća sopstvenih sredstava u ukupnim - sa 39,7% u 2011. na 36,6% u 2013. godini. Paralelno je raslo učešće pozajmljenih izvora sredstava. U 2011. godini ono je iznosilo 60,3%, trend se nastavio i u 2012. – na 62,3% i 2013. godini na 63,4%. Iako, do momenta završetka ovoga rada nisu javno publikovani podaci za 2014. godinu gotovo je nemoguće zamisliti da je došlo do prekida ovog negativnog trenda, posebno imajući u vidu sve teškoće sa kojima se naša zemlja u 2014. godini suočila (velike poplave, pad u mnogim sektorima, pad vrednosti nacionalne valute), kao i negativni uticaji iz međunarodnog okruženja (visok nivo neizvesnosti na finansijskim tržištima EU, skok kursa švajcarskog franka, ukrajinska kriza, itd). Ono na šta posebno ukazujemo jeste pogoršanje racija D/E. Naime, na 1 dinar sopstvenih sredstava 2011. godine, u proseku, privreda Srbije je dugovala 1,51 dinar, 2012. godine – 1,65, a 2013. godine čak 1,73 dinara. To su svakako podaci koji svakog analitičara ove oblasti moraju da zabrinu!

IV – Veliki broj blokiranih računa domaćih privrednih društava – Podaci o broju blokiranih računa u našoj zemlji jako variraju. Prema poslednjim raspoloživim podacima Agencija za privredne registre početkom 2015. godine u Republici Srbiji posluje 116.684 privrednih društava, 214.762 preduzetnika, 24.836 udruženja, itd (www.apr.rs). Kako u analizi uzimamo samo privredna društva. to ćemo podatak o oko 116 hiljada privrednih društava uporediti sa podacima Narodne banke o broju aktivnih računa pravnih lica, koji u isto vreme (početak 2015. godine) iznosi 229.045. Broj ugašenih računa je nešto veći i iznosi 319.069, broj računa izuzetih od prinudne naplate 33.343, a broj blokiranih računa - 68.914 (www.nbs.rs). Iz ovih podataka možemo izvući par grubih, ali vrlo interesantnih zaključaka:

- Na jedno privredno društvo otprilike dođu dva aktivna i tri ugašena računa kod poslovnih banaka.

- Broj blokiranih u odnosu na ukupan broj aktivnih računa iznosi 30,08%. Ovo ne znači automatski da su 3 od 10 domaćih preduzeća u blokadi. Međutim, to ukazuje na izuzetno tešku situaciju u pogledu likvidnosti velikog broja privrednih društava. Ovaj nalaz je potpuno u skladu sa rezultatima iz nekih drugih istraživanja, po kojima se „može zaključiti da u poslednjih pet godina, paralelno sa jačanjem negativnih uticaja globalne krize, u Republici Srbiji između 20 i 35% svih privrednih subjekata se nalazilo u stanju hronične nelikvidnosti” (Erić i Stošić, 2015, str. 246).

V – Niska likvidnost – Relativno veliki broj „računa u blokadi“ je odraz i direktna posledica visoke nelikvidnosti. Međutim, zašto do nje dolazi? Da li je ona posledica malog obima kredita koje banke odobravaju domaćoj privredi? Da li je rezultat krute i rigidne monetarne politike NBS koja se nije menjala par godina iako se međunarodna finansijska situacija pogoršavala i globalna kriza sve više pogađala domaću privredu? Da li je posledica visokog stepena zaduženosti domaćih preduzeća i samim tim niskog kapaciteta duga? Da li problem leži u „sistemskim” propustima? Jedno je sigurno – postoji mnogo pitanja i dimenzija ovog problema i odgovor je svakako kompleksan i sadržan u izrazu „ima tu od svega po malo”. Još jedan uzrok koji se nikako ne može isključiti u stvaranju lanca nelikvidnosti leži i u činjenici da je u celokupnom periodu od 2008. godine i jačeg delovanja globalne krize sama država vrlo često kasnila sa isplatom svojih obaveza. Tek 2012. godine je donet zakon o skraćivanju rokova plaćanja, ali ne postoje pouzdani dokazi koliko se on poštuje i kakvi su mu efekti. Pored toga, rokovi plaćanja u pojedinim privrednim sektorima, kao na primer u trgovini na malo su izuzetno dugački (često i više od 120 dana). Zamislite proizvođača koji mora da isporuči robu trgovcu besplatno za „prvo punjenje” i promotivne aktivnosti a onda da čeka 4-6 meseci na plaćanje? Šta se dešava? Da bi finansirao svoje poslovanje proizvođač će morati pozajmiti sredstva, čime stvara dodatne finansijske troškove. Ili, kasniće sa isplatom svojih obaveza prema zaposlenima ili dobavljačima. To dalje produbljuje krug nelikvidnosti. A tek ukoliko maloprodavac malo zakasni... !? Slobodno možemo reći da postoji svojevrsan „začarani krug” nelikvidnosti koji je jedan broj preduzeća prosto „progutao”, a druga „gurao” ka pogoršanju finansijske pozicije i teškoćama.

Da je likvidnost na niskom nivou najbolje svedoče podaci Agencije za privredne registre sadržani u pomenutim *Saopštenjima o poslovanju privrede u Republici Srbiji u 2012. i 2013. godini*. Kao dokaz za nisku likvidnost domaće privrede poslužićemo se podacima o kretanju opšteg racija likvidnosti, koji se lagano iz godine u godinu pogoršavao, što se može videti iz tabele broj 2:

*Tabela 2. Kretanja racija likvidnosti za privredu Srbije
- period 2011-2013. godina -*

	2011.	2012.	2013.
Opšti racio likvidnosti	0,93	0,95	0,89

Izvor: Saopštenje, 2012, str. 19; Saopštenje, 2013, str. 20

VI – Postojanje značajnog broja „velikih“ poreskih dužnika – Reč je o pojavnom obliku prethodnog problema – nelikvidnosti i nesolventnosti. Pored dugovanja bankama, mnoga privredna društva duguju i samoj državi. Krajem februara 2015. godine Poreska uprava Srbije objavila je spisak najvećih poreskih dužnika na kojem je 407 aktivnih preduzeća, 745 firmi koje su u stečaju i likvidaciji, 221 su u restrukturiranju, 399 je brisano iz registra, a 147 je onih kojima je oduzet poreski identifikacioni broj (*Beta, 2015*). Neki od najvećih dužnika sa najnovije liste su: *Zastava oružje* (dug 7,57 milijardi dinara), *Krušik Valjevo* (2,53 milijardi), *PPT Namenska* iz Trstenika (2,1 milijarde), *Kompanija Borba* (1,8 milijardi), *Monus* (1,5 milijardi, pri čemu je ta kompanija podnela zahtev za reprogram duga), *Simex*, *Lola livnica*, *Mera invest*, *Sloboda*, *Koncern Farmakom*, fudbalski klubovi *Crvena zvezda* i *Partizan*, *Beohemija*, *Pink International*, *Kompanija Novosti*, *RTS*, *Zekstra grupa*, itd. Neka od pomenutih preduzeća su dugogodišnji poreski dužnici i njihova imena se vrlo često pojavljuju u medijima. Sa druge strane, pojedine kompanije vode poznati menadžeri koji dobijaju prestižna priznanja za svoj rad! Očigledno je da nešto u sistemu prinudne naplate poreza nije kako treba. Ima mnogo pitanja koja se na ovom mestu mogu postaviti, ali umesto svega stavićemo veliki „?“.

VII – Niska profitabilnost domaće privrede - Na osnovu podataka iz pomenutih *Saopštenja o poslovanju privrede* za 2012. i 2013. godinu, koji su sastavljeni na osnovu zbirnih pregleda finansijskih izveštaja svih domaćih privrednih društava može se zaključiti da srpska privreda nije previse profitabilna. Na to ukazuje nekoliko indikatora. U toku 2011. i 2013. godine ukupan finansijski rezultat svih domaćih preduzeća je neto pozitivan. U toku 2011. godine ostvaren pozitivan rezultat oko 99 milijardi dinara ukupnih prihoda više u odnosu na ukupne rashode. Svega dve godine kasnije, 2013. dobit srpske privrede se smanjila skoro četiri puta i iznosila je oko 27 milijardi dinara. Međutim, u međuvremenu, tokom 2012. godine zabeležen kumulativni gubitak od oko 54 milijarde dinara (*Saopštenje, 2012, str. 9; Saopštenje, 2013, str. 9*). Iako 2 „pozitivne“ godine mogu sugerisati o izvesnoj uspešnosti, nešto drugačija slika se dobija kada se pogledaju relativni parametri ukupne profitabilnosti srpske privrede. Mereno preko stopa prinosa na ukupna sredstva (ROA) i stope prinosa na sopstvena sredstva (ROE), profitabilnost domaćih preduzeća je bila niska i u proseku je iznosila:

*Tabela 3. Kretanja racija profitabilnosti privrede Srbije
- period 2011-2013. godina -*

	2011.	2012.	2013.
ROA	1,5%	0,4%	0,9%
ROE	1,9%	- 1,9%	- 0,5%

Izvor: Saopštenje, 2012, str. 19; Saopštenje, 2013, str. 20

Iz prethodne tabele se može uočiti vrlo niska i gotovo nikakva profitabilnost na ukupna sredstva (od 0,4 do 1,5% u poslednje tri godine za koje postoje javno dostupni podaci). Stopa prinosa na sopstvena sredstva beleži negativne veličine u 2012. i 2013. godini, što su podaci koji takođe moraju da zabrinu. Bez profitabilne privrede nema domaće akumulacije, a bez nje nema ni investicija, kao i bilo kakvog rasta i razvoja.

MOGUĆE ALTERNATIVE ZA REŠAVANJE PROBLEMA

Finansijsko restrukturiranje, posebno u domenu restrukturiranja dugova se obično koristi u slučaju kada se preduzeća suočavaju sa velikim finansijskim teškoćama, što je upravo slučaj sa najvećim brojem preduzeća u Republici Srbiji. Na žalost broj alternativa nije neograničen i mnoge od njih nisu bez izazova i dodatnih troškova. Sve alternative nisu primenljive za sva preduzeća, pa je pre definisanja adekvatne kombinacije mera potreban detaljna analiza svakog pojedinačnog privrednog subjekta. Na nacionalnom nivou, visok nivo dugova u celokupnoj privredi postaje veliko opterećenje i „breme“ koje usporava ukupan privredni život, a posebno rast i razvoj. Otuda je neophodno detaljno upoznati i pažljivo analizirati i vrednovati što više raspoloživih alternativa. Neke od najvažniji su:

1. **Odlaganje plaćanja pojedinih obaveza** (*deferring debts*) – predstavlja skup alternativa restrukturiranja koje mogu dati određene efekte u kratkom roku. Sastoje se u tome da se preduzeću dužniku daje dodatno vreme u kome može da pokuša da popravi svoju finansijsku situaciju. Odlaganje otplate kreditnih obaveza, plaćanja faktura dobavljačima ili poreskim organima su tipični primeri ove mere. Mogu dati pozitivne efekte ukoliko je privredni subjekt suočen sa problemom privremene nelikvidnosti i u očekivanju je skorijeg gotovinskog priliva. Međutim, dometi ove mere su ograničeni, posebno u slučaju dubljih poremećaja finansijske stabilnosti preduzeća. U takvim slučajevima, mogu čak da odmgnu i dovedu do nagomilavanja neizvršenih obaveza, što u krajnjoj istanci može da rezultira procesom likvidacije preduzeća.

2. **Privremeno zamrzavanje otplate obaveza** (*standstill*) – predstavlja nastavak prve alternative, ali se razlikuje u pogledu dogovora sa pojedinim klasama poverilaca. Suština je da se uspostavi svojevrsni moratorijum, tj. postigne dogovor po kome izvršavanje obaveze jedno vreme prosto „miruje“. Ova alternativa može biti delimična ili potpuna, što u najvećoj meri zavisi od ozbiljnosti finansijskih problema i teškoća. Njeno duže zadržavanje i prolongiranje nije previše dobar znak prema poveriocima, posebno bankama, pa je one ne prihvataju sa previše oduševljenja. Može predstavljati jednu od mera u okviru sporazumnog finansijskog restrukturiranja, o čemu će u nastavku biti više reči. Ponekad se unapred definiše određeni period vremena (takozvani *grace period*) u kome se deo obaveza neće plaćati.

3. **Restrukturiranje dugova u cilju ubrzavanje otplate obaveza** (*restructuring debts for accelerated payoff*) – varijanta u kojoj se definiše jasan plan za relativno brže „likvidiranje“ obaveza po osnovu dugova. Postoje različiti metodi kako se to sprovodi, kao na primer: putem refinansiranja novim kreditima ili emisijom hartija od vrednosti instrumenata duga, dokapitalizacijom (može da uključi prodaju manjinskog ili većinskog vlasničkog udela) ili na neki treći način. Suština je da se tačno definiše ukupan nivo obaveza, da se izvrši njihova sistematizacija prema rokovima dospeća i visini kamate stope i utvrdi precizan plan izmirivanja pojedinih obaveza. Reč je o alternativu ubrzanog razduživanja, do kojeg može doći i u slučaju prodaje preduzeća novom vlasniku ili nekih drugih preduzetih strategija restrukturiranja.

4. **Refinansiranje** (*refinancing*) – koje može imati više značenja. Na ovom mestu pod refinansiranjem podrazumevamo zamenu jednog duga drugim. Na primer, kredit ili korporativne obveznice sa kraćim rokom ili višom kamatnom stopom zamenjujemo sa kreditom ili obveznicama sa dužim rokovima otplate ili nižom kamatnom stopom. Može postojati više varijanti refinansiranja i njihova primena je tesno povezana sa finansijskom pozicijom preduzeća sa jedne strana, ali i zbivanjima na finansijskim tržištima sa druge strane (www.smallbusinessnotes.com/business-finances/debt-restructuring-strategies.html#ixzz3UbgZv2zq). Na primer, u uslovima krize u mnogim zemljama je došlo do značajnog pada kamatnih stopa, što je predstavljalo šansu da se putem refinansiranja izvrši finansijsko restrukturiranje dugova mnogih preduzeća.

5. **Otpis dela kreditnih obaveza** – alternativa koja se primenjuje kod preduzeća koja su u težim finansijskim problemima i gde postoji procena da bi se time doprinelo njihovom opstanku. U osnovi, ova alternativa nije previše popularna i poverioci se nerado odlučuju na nju, pošto podrazumeva odricanje od dela

potraživanja. Primenjuje se u slučajevima gde postoji visok nivo teško naplativih kredita (NPL). Pošto NPL zahtevaju od banaka značajne rezervacije, pa čak i otpise, koje opterećuju njihove bilanse, one mogu imati interes da prihvate ovu meru. Da bi se poverioci ohrabрили da aktivnije prihvataju otpis dela potraživanja država može da pomogne kreiranjem posebnih institucija, o čemu će takođe u nastavku biti reči.

6. Limitiranje ili smanjenje kamatnih stopa – alternativa čiju suštinu predstavlja pokušaj olakšavanja izvršenja obaveza preduzećima sa finansijskim teškoćama i visokim dugovima. Najčešće se može definisati nov način plaćanja kamata ili nešto drugačiji (obično duži) vremenski period njihove isplate, čime se želi smanjiti „breme“ tereta obaveza sa dužnika. Efekti mogu biti vidljivi u kratkom roku, pošto se olakšava servisiranje kredita, što može biti značajna pomoć pojedinim kategorijama dužnika koji su suočeni sa trenutnim problemima likvidnosti.

7. Konverzija duga u aktivu (*debt to asset swap*) – alternativa u kojoj preduzeće dužnik ustupa deo svoje aktive (najčešće nekretnine pod hipotekom ili pokretnu imovinu pod zalogom) poveriocima u zamenu za smanjivanje duga. Konverzija može biti prisilna i dobrovoljna. Tipičan primer prisilne je slučaj aktiviranja hipoteke usled nemogućnosti servisiranja kreditnih obaveza. Postoje i dobrovoljne konverzije gde se vrši smanjivanje nivoa duga dužnika na taj način što se on lišava određenih sredstava. U osnovi ovo nije previše popularna mera pošto dovodi do smanjivanja nivoa osnovnih sredstva (aktive) dužnika i može ugroziti njegove reproduktivne sposobnosti. Posebna varijanta ove aktivnosti može biti prodaja nekog od organizacionih delova ili zavisnih preduzeća.

8. Konverzija duga u akcijski kapital (*debt to equity swap*) – alternativa u kojoj se deo potraživanja poverilaca pretvara u vlasnički udeo u preduzeću dužniku. Prethodni poverioci dobijaju određeni procenat akcija ili udela, sa svim pravima, kao što su pravo glasa, na dividendu, prodaju akcija i ostala vlasnička prava. Za uzvrat, oni se odriču dela svojih potraživanja, čime se smanjuje nivo duga preduzeća. U odnosu na konverziju duga za aktivu kod *debt to equity swap*-a ne dolazi do umanjenja aktive preduzeća, već samo promena u strukturi kapitala čime se ojačava bilans stanja preduzeća eliminisanjem obaveza koje bi se teško servirale. Nivo aktive i pasive u bilansu stanja ostaje isti, ali se menja njena struktura u smislu smanjivanja učešća pozajmljenih i povećanja učešća sopstvenih sredstava. Tehničke aspekte same transakcije nećemo detaljnije analizirati usled ograničenosti obima rada, ali se mora istaći da je o tome već pisano na našim prostorima (Erić i Stošić, 2013; Erić i Stošić, 2015). Prilikom dizajniranja same konverzije treba pažljivo voditi računa o par bitnih momenata kao što su: pravilno

vrednovanje preduzeća dužnika; identifikovanje adekvatnog nivoa duga koji je predmet zamene i definisanje vrsta instrumenta akcijskog kapitala u koji se vrši konverzija.

9. ***Sporazumno finansijsko restrukturiranje*** – nastalo je 80-ih godina XX veka u okviru takozvanog Londonskog pristupa u kome su banke u saradnji sa centralnom bankom pravile dobrovoljne sporazume o rasterećenju dela obaveza preduzeća dužnika. Suštinski mehanizam obuhvata kombinaciju većeg broja pomenutih tehnika finansijskog restrukturiranja koje se kombinuju u slučaju pre nego što se pojave krupnije teškoće finansijske prirode i prevelika zaduženost. Specifičnost ovog mehanizma se sastoji u postizanju dobrovoljnog sporazuma o privremenom olakšavanju servisiranja dugova preduzeća između njega i grupe poverilaca. Sa jedne strane ideja je da se preduzeće sačuva, spreči bankrotstvo i omogući stvaranje osnova za uredno servisiranje obaveza u budućnosti. Sa druge strane, poverioci na ovaj način pokušavaju da sačuvaju izvesnost naplate dela svojih potraživanja. Postoji i širi, makroekonomski aspekt koji se sastoji u intenciji države da očuva finansijsku stabilnost i podrži zdrav i održiv rast, kako realnog, tako i finansijskog sektora. Radi se o mehanizmu koji su primenjivale mnoge zemlje, posebno u situacijama kada su se suočavale sa jačim delovanjem krize. Neki od primera su: Turska (zapala u veliku bankarsku krizu 2001. godine); Kina, Malezija, Tajland, pa čak i naša zemlja.

U Srbiji sporazumno finansijsko restrukturiranje je uvedeno istoimenim zakonom iz 2011. godine. Nakon toga je doneto i nekoliko pravilnika putem kojih su neka pitanja detaljnije regulisana. Uvođenje mehanizma su aktivno podržale Narodna Banka Srbije i Privredna komora Srbije, što se može oceniti pozitivnim. Međutim, obim involviranih preduzeća i ukupna vrednost restrukturiranih dugova, za sada, još uvek su na relativno skromnom nivou.

10. ***Prenos problematičnih (loših) kredita (NPL) na posebnu kompaniju za upravljanje aktivom*** (*Asset Management Company – AMC*) – podrazumeva aktivniju ulogu države u pomoći bankama sa nenaplativim (NPL) kreditima i preduzećima sa finansijskim teškoćama. U osnovi ideja je da se kreira posebna institucija (agencija – kompanija) za upravljanje „problematičnim kreditima“ na koju bi se prebacio jedan deo „toksične aktive“ banaka u formi NPL. Osnovna ideja je da se banke rasterete dela NPL, kako bi im se oslobodio deo kreditnog potencijala i odgovarajuće rezervacije po toj osnovi. Na taj način bi mogla da se kreiraju dodatna sredstva za novo finansiranje privrednih subjekata. Osnovni zadaci AMC bi se sastojali u pokušaju naplate dela NPL kroz pružanje pomoći preduzećima u problemima u cilju njihovog oporavka i osposobljavanja za

normalno poslovanje i vraćanje dela pozajmljenih sredstava. Postoji puno primera zemalja koje su koristile ovaj mehanizam, ali su iskustva različita. Na primer, u Narodnoj Republici Kini u periodu od 1999-2001. godine su pokušali da razreše problem visokog nivoa NPL koji je nastao u periodu od 1987-1995. godine. Međutim, rezultati su bili krajnje diskutabilni, posebno u pogledu sposobnosti AMC da obezbede naplatu teško naplativih potraživanja (Erić i Stošić, 2015).

AMC mogu u svom poslovanju da koriste kombinacije različitih tehnika ne samo finansijskog, već i drugih tipova restrukturiranja. Na primer, u Ukrajini je primenjivan *debt to equity swap* kao jedna od mera restrukturiranja (Vygovskyy, 2010). Posebno ističemo kako je jedan od izraženih uslova za uspeh ove tehnike kasnija (nakon prenosa NPL na AMC) efikasnost i efektivnost upravljanja preduzećima čiji su dugovi preuzeti. Promene u stilu menadžmenta, organizacionim strukturama i kulturama su preduslovi za uspeh ovih operacija. Ukoliko AMC nisu aktivne u promovisanju efikasnijeg upravljanja ne može se očekivati veći uspeh celokupnog mehanizma.

11. Dokapitalizacija (recapitalization) – podrazumeva meru finansijskog restrukturiranja, ali ne iz domena restrukturiranja dugova, već šire – restrukturiranja akcijskog kapitala. U osnovi znači emisiju nove serije akcija ili udela čime preduzeće prikuplja dodatni kapital i menja svoju finansijsku strukturu u smislu smanjivanja učešća pozajmljenih i povećanja sopstvenih sredstava. Postoje različiti načini i forme dokapitalizacije, počev od ponude prava preče kupovine postojećim vlasnicima, preko privatnih plasmana do javnih ponuda. Kako je najveći broj domaćih privrednih subjekata registrovan u formi društva sa ograničenom odgovornošću (doo) to je ova alternativa prilično limitirana. Ona se u osnovi svodi na dve mogućnosti:

- a. Privatnu emisiju akcija specijalizovanim investicionim fondovima (*private equity funds*) ili
- b. Promenu pravne forme iz doo u otvorena akcionarska društva (AD) i javnu emisiju akcija, što bi podrazumevalo inicijalnu javnu ponudu akcija.

Kako do sada niti jedna naša kompanija nije uradila drugu varijantu dokapitalizacija je prilično limitirana opcija. Naravno, ne i nemoguća, posebno ukoliko privredno društvo poseduje dobar poslovni model i zavidni zarađivački potencijal na rastućem tržištu.

12. Otkup dugova (i vlasništva) od strane menadžmenta i zaposlenih uz visok nivo zaduživanja (*Leverage Buy-Out - LBO; Management Buy-Out - MBO; Employee Buy-Out - EBO*) – bi predstavljao svojevrsnu varijantu „radničkog“ ili „internog“

akcionarstva. Suština je da zaposleni i menadžeri zajedničkim snagama otkupe kompaniju i smanje stepen njene zaduženosti. To se može postići i kroz prvobitno privremeno povećanje nivoa dugova, naravno pod uslovom da za tako nečim postoje objektivne mogućnosti. Postoji nekoliko bitnih momenata za uspešnu implementaciju ove strategijske alternative, kao što su: spremnost i solidarnost novih vlasnika, tj. menadžera i zaposlenih da se „žrtvuju“ određeni period vremena u pogledu vrlo neizvesnog oporavka preduzeća; da postoji određeni kapacitet duga, tj. mogućnost daljeg zaduženja preduzeća; da postoji tržište i atraktivan proizvodni asortiman, kvalitetan menadžment, itd.

ZAKLJUČAK – KRATAK PREDLOG PRAKTIČNIH MERA ZA REŠAVANJE PROBLEMA

U ovome radu su analizirani problemi visokog nivoa dugova i nelikvidnosti mnogih domaćih preduzeća, kao i alternative finansijskog restrukturiranja preduzeća koje bi im mogle biti od koristi u rešavanju tih problema. Reč je o problemu sa kojim se suočava sve veći broj domaćih privrednih subjekata i koji iz godine u godinu postaje sve izraženiji. U analizi smo pošli od sagledavanja više pojava oblika problema, kao što su: limitirani krediti banaka sektoru privrede, visok nivo NPL, visoki dugovi, nelikvidnost, veliki broj računa preduzeća u blokadi, postojanje velikih poreskih dužnika i niska profitabilnost. U takvim uslovima potrebno je ponuditi nova i originalna rešenja. Međutim, izuzetno opasno bi bilo ponuditi uniformna ili jedinstvena rešenja za sva preduzeća. U oblasti restrukturiranja uopšte, a posebno finansijskog, više nego na drugim područjima dolazi do izražaja potreba za kontigentnim, tj. situacionim pristupom. U osnovi to znači pristup od slučaja do slučaja, tj. od preduzeća do preduzeća.

Svaki pojedinačni privredni subjekt ima svoju specifičnu tržišnu, konkurentsku, tehničko-tehnološku i finansijsku poziciju. Konstalacija faktora eksternog i internog okruženja je izuzetno različita. U tom smislu, između preduzeća postoje velike razlike, slično kao i među pacijentima koji imaju slične simptome bolesti. U radu smo ukazali na sedam različitih simptoma sa kojima se suočavaju preduzeća u Srbiji. Oni predstavljaju samo vrh ledenog brega i grubi indikator dešavanja na mikro nivou svakog pojedinačnog privrednog subjekta. Da bi bilo moguće „prepisati“ adekvatne mere za svako preduzeće neophodno je sprovedi detaljnu situacionu analizu i dijagnozu stanja, često uobličenu i kroz formalni *due diligence* izveštaj.

U radu je prezentovano 7 aspekata problema i 12 potencijalnih alternativa za njegovo rešenje. Od stanja simptoma i uzroka problema mogu se definisati

različite kombinacije potencijalnih rešenja. Posebno ističemo kako nema unapred pripremljenih „konfekcijskih“ rešenja. Svako preduzeće je slučaj za sebe, sa specifičnim karakteristikama koje su odraz njegove organizacije i karaktera menadžmenta. Čak i pod pretpostavkom da postoje dva preduzeća sa potpuno jednakom finansijskom strukturom i identičnim problemima, moguća rešenja iz domena finansijskog restrukturiranja mogu biti različita, u zavisnosti od poslovnog modela, konstalacije tržišnih faktora, budućeg projektovanog gotovinskog toka, zarađivačkog potencijala, stila menadžmenta, organizacione kulture i niza drugih faktora.

Regulatorni organi i država mogu da pomognu ove procese, posebno u domenu šire promocije i primene metoda sporazumnog finansijskog restrukturiranja i kreiranja tela za preuzimanje problematičnih kredita - AMC. Pored toga, promovisanje jasnih pravila, jednakih za sve, poštovanje finansijske discipline i blagovremeno servisiranje obaveza od strane državnih organa i preduzeća mogu doprineti razbijanju začaranog kruga nelikvidnosti.

Finansijsko restrukturiranje može doneti niz prednosti, od kojih posebno ističemo sledeće:

- Izbegavanje procesa likvidacije i stečaja preduzeća sa finansijskim teškoćama i odgovarajućih troškova povezanih sa tim procesima.
- Popravljanje finansijske pozicije kroz smanjenje ili eliminisanje dela problematičnih kredita (NPL), čime se popravljaju finansijska struktura involviranih privrednih subjekata i banaka.
- Pобољшanje horizontalne i vertikalne strukture finansijskih izveštaja (pre svih bilansa stanja) i stvaranje osnova za povećanje kapaciteta duga i mogućnost dodatnog prikupljanja kreditnih izvora sredstava.
- Smanjivanje nivoa nelikvidnosti i ubrzanje robno-novčanih tokova.
- Smanjivanje nivoa ukupnog rizika, posebno iz domena finansijskih.
- Promovisanje efikasnog i efektivnog menadžmenta.
- Stvaranje osnova za ozdravljenje jednog dela privrede i povećanje domaćih investicija u realnom sektoru.
- Ubrzavanje procesa strukturnih promena.
- Podizanje nivoa konkurentnosti na nacionalnom nivou, itd.

LITERATURA

1. Blatz, M., Kraus, K.J. and S. Haghani (2006) *Corporate Restructuring – Finance in the Times of Crisis*. Springer – Roland Berger. Berlin.

2. Erić D. (2013) *Why is there no Initial Public Offerings in Serbian Capital Markets?!*. u *Post Crisis Recovery*. Beogradska bankarska akademija, 2013, str. 246-262.
3. Erić D. i Stošić I. (2011) *Upgrading corporate governance practice of state owned enterprises in process of EU integration – Comparison of Serbia and Slovenia*. U „*Contemporary Issues in the integration processes of Western Balkan Countries in the European Union*”. ICPE Center i Institut ekonomskih nauka. Ljubljana. str. 213-236.
4. Erić D. i Djukić M. (2012) *Finansijska tržišta u uslovima krize*. Institut ekonomskih nauka i Beogradska bankarska akademija, Beograd.
5. Erić D. i Stošić I. (2013) *Korporativno restrukturiranje*. Čigoja štampa, Institut ekonomskih nauka i Beogradska bankarska akademija, Beograd.
6. Erić D. i Stošić I. (2015) *Debt to Equity Swaps an Alternative of Financial Restructuring in Serbian Economy*. u *New Economic Policy Reforms*. Beogradska bankarska akademija, Beograd 2015, str. 244-258.
7. Gilson S.C., John, K. and L.H.P. Lang (1990) *Troubled Debt Restructuring - An empirical study of private reorganization of firms in default*. Journal of Financial Economics, Vol. 27, str.315-353.
8. Gilson, S.C. (2010) *Creating Value through Corporate Restructuring – Case Studies in Bankruptcies, Bayouts and Breakups*. New Jersey: John Wiley and Sons, Hoboken.
9. *Godišnji izveštaj o stabilnosti finansijskog sistema za 2013. godinu* (2014) Narodna banka Srbije. Beograd.
10. James C. (1995) *When Do Banks Take Equity in Debt Restructuring*. Review of Financial Studies 8, str. 1209-1234.
11. Jostarndt Ph. (2007) *Financial Distress, Corporate Restructuring and Firm Survival: An Empirical Analysis of German Panel Data (Beiträge zur betriebswirtschaftlichen Forschung)*. GWV Verlag. Wiesbaden.
12. Laryea, T. (2010) *Approaches to Corporate Debt Restructuring in the Wake of Financial Crises*. IMF Staff Position Note SPN/10/02, IMF, Washington DC.
13. Lopez Lubian, F.J. (2014) *The Executive Guide to Corporate Restructuring*. Palgrave – Macmillan. New York.
14. Pomareleano, M. and Shaw, W. (eds.) (2005) *Corporate Restructuring – Lessons from Experience*. The World Bank. Washington DC.
15. Saopštenje o poslovanju privrede u Republici Srbiji u 2012. godini (2013) Agencija za privredne registre. Beograd.
16. Saopštenje o poslovanju privrede u Republici Srbiji u 2013. godini (2014) Agencija za privredne registre. Beograd.
17. Stein J. (1992) *Convertible Bonds as Backdoor Equity Financing*. Journal of Financial Economics, Vol. 11, str. 3-21.

18. Stošić I., Redžepagić S. i Erić D. (2012) *Unapređenje korporativnog upravljanja u preduzećima u državnom vlasništvu radi podizanja efikasnosti i efektivnosti poslovanja Srbije*. Poslovna ekonomija God. VI, 2012, No. 2. str. 33-48.
19. Stošić I., Redžepagić S. i Erić D. (2012) *Restructuring of Public Enterprises as Sources of Increasing Competitiveness in Serbia and South-Eastern Europe Region*. U: *Economic Integration, Growth Prospects and Enlargement*. Redaktori V. Kandžija i A. Kumar, University of Rijeka Faculty of Economics, University of Ljubljana – Faculty of Economics, University of Antwerp – Jean Monnet Centre of Excellence, Institute Cedimes Paris i Cedimes Rijeka. str. 608-623.
20. Vygovskyy O. (2010) *Debt-to-Equity Conversion: New Opportunities for Restructuring of Joint Stock Companies in Ukraine* www.worldservicesgroup.com/publications.asp?action=article&artid=3199
21. „U Srbiji čak 3,7 mlrd EUR loših kredita - Banke više nisu spremne da rizikuju i kreditiraju slabije firme“, Danas, 11.01.2015.
22. „Objavljena nova lista najvećih poreskih dužnika“, Beta, 26.02.2015.
23. www.apr.rs
24. www.nbs.rs
25. www.smallbusinessnotes.com/business-finances/debt-restructuring-strategies.html#ixzz3UbgZv2zq

SUMMARY

ANALYSIS OF FINANCIAL RESTRUCTURING ALTERNATIVES OF ENTERPRISES IN SERBIAN ECONOMY

The main goal of this paper is analysis of alternatives of the financial restructuring of domestic companies. For many years, especially since 2008, due to stronger negative impact of the global crisis, the general economic situation in our country is becoming more difficult. This resulted in the reduced liquidity and the deterioration of the financial structure of many domestic companies. This research is based on the publicly available data whose analysis is diagnosed the current financial situation which facing domestic companies. We have identified some the basic characteristics, such as: the growth of illiquidity, high levels of debt, increase participation of non-performing loans (NPL), high level of financial uncertainty, and so on. A big proportion of debt in the overall financial structure reduces the possibility of taking new loans in order to finance current operations, and investment. Without significant domestic investment, there is no sustainable long-term growth and development. Therefore, at the national level we can't expect, at least not any time soon, faster economic recovery and much needed structural changes of the Serbian economy. In such circumstances it is necessary to look for new solutions and much more than now use some of the tools used in financial restructuring, particularly in the area of debt restructuring.

Key words: financial restructuring, corporate restructuring, debt restructuring, financial structure, non-performing loans (NPL)